

Katarzyna Jarno

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
e-mail: katarzyna.jarno@ue.katowice.pl

**EFEKTYWNOŚĆ TARCZY PODATKOWEJ
Z DOCHODÓW KAPITAŁOWYCH Z AKCJI
Z WYKORZYSTANIEM METODY REALIZACJI
STRAT PAPIEROWYCH
W PORTFELU INWESTYCYJNYM
INWESTORÓW INDYWIDUALNYCH**

**THE EFFICIENCY OF THE TAX SHIELD
FROM THE CAPITAL GAINS ON SHARES USING
THE PAPER LOSSES METHOD
IN THE INDIVIDUAL INVESTOR'S PORTFOLIO**

DOI: 10.15611/nof.2017.3.05

JEL Classification: G11, G12, H21

Streszczenie: Celami artykułu są ocena efektywności tarczy podatkowej z wykorzystaniem metody realizacji strat papierowych, a także przedstawienie zależności wpływających na stopień rentowności podejmowanych decyzji inwestycyjnych inwestorów indywidualnych oraz czynników ogólnoeconomicznych niezwiązanych bezpośrednio z kwestią opodatkowania. Zjawisko tarczy podatkowej sprowadzono do uniwersalnej dla akcji formuły matematycznej pozwalającej ocenić, kiedy stosowanie tarczy podatkowej będzie korzystne dla inwestora indywidualnego. Tarcza podatkowa, wykorzystująca technikę realizacji ponoszonych strat do obniżenia podstawy opodatkowania, jest cennym narzędziem, pozwalającym inwestorom na optymalizację dochodów, aczkolwiek stosowanie jej nie zawsze jest efektywne. W artykule przedstawiono także zróżnicowane podejścia do istoty tarczy podatkowej w literaturze polskiej i zagranicznej oraz zasady funkcjonowania podatku od zysków kapitałowych.

Słowa kluczowe: tarcza podatkowa, opodatkowanie dochodów kapitałowych, inwestor indywidualny.

Summary: The aim of the article is to assess the efficiency of the tax shield using the paper loss method. In addition, the article presents dependencies affecting the degree of profitability of investment decisions taken by individual investors and general economic factors which are not connected directly to the taxation process. The tax shield term was presented as an universal mathematical formula which would allow an individual investor to assess the benefits of the tax shield. Finally, the article presents various approaches to the tax shield phenomenon in Polish and foreign literature as well as the principles of functioning of the capital gains tax.

Keywords: tax shield, the capital gains taxation, individual investor.

1. Wstęp

Dynamiczny rozwój rynku finansowego sprawił, iż zaczął on zyskiwać coraz większą popularność nie tylko wśród przedsiębiorstw, wyspecjalizowanych instytucji finansowych zarządzających portfelami inwestycyjnymi klientów, ale również wśród samych inwestorów indywidualnych. Z roku na rok stanowią oni coraz liczniejszą grupę podmiotów rynku kapitałowego [*Udział inwestorów...* 2017], a ryzyko, które przejmują na siebie inwestorzy indywidualni, dokonując samodzielnej alokacji kapitału na giełdzie, jest dużo większe od ryzyka podejmowanego przez wyspecjalizowane fundusze inwestycyjne [Thiel 2010, s. 107]. Przyczynami takiego stanu rzeczy są: zbyt mała wiedza w przeciwieństwie do inwestorów instytucjonalnych, którzy dysponują profesjonalnym doświadczeniem na rynku kapitałowym, brak dostępu do ważnych informacji oraz brak odpowiedniej dywersyfikacji portfela [Jajuga 2007, s. 27]. Niezależnie jednak od tego, czy podmiotem jest inwestor indywidualny, czy instytucjonalny, inwestycje te, co do zasady, obciążone są obowiązkiem podatkowym [Famulska 1998, s. 30] w wyniku generowanych dochodów.

Dochód inwestora indywidualnego na rynku kapitałowym stanowi przychód pomniejszony o koszty jego uzyskania i podlega w Polsce opodatkowaniu na podstawie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, według której dochody kapitałowe z akcji obciążone są stawką liniową 19% [Ustawa z 26 lipca 1991]. Naturalnym działaniem jest, iż inwestorzy indywidualni starają się minimalizować zobowiązania podatkowe, wykorzystując techniki tarczy podatkowej. Jedną z najczęściej stosowanych metod jest planowanie podatkowe wykorzystania ponoszonych strat oraz odliczenie od dochodów kosztów związanych z dokonaniem inwestycji. Praktyka pokazuje, iż stosowanie powyższej metody nie zawsze może przynieść pożądany efekt, a koszty całej operacji mogą przewyższyć korzyści ekonomiczne z niej wynikające.

Celami artykułu są ocena efektywności tarczy podatkowej z wykorzystaniem metody realizacji strat papierowych, a także przedstawienie zależności wpływających na stopień rentowności podejmowanych decyzji inwestycyjnych inwestorów indywidualnych oraz czynników ogólnoeconomicznych niezwiązanych bezpośrednio z kwestią opodatkowania.

Artykuł został podzielony na cztery części. W pierwszej części podjęto próbę zdefiniowania pojęcia tarczy podatkowej w odniesieniu do decyzji inwestycyjnych podejmowanych przez inwestorów indywidualnych. Druga część opisuje zasady funkcjonowania podatku od zysków kapitałowych w Polsce. W trzeciej części podjęto próbę oceny efektywności tarczy podatkowej z dochodów kapitałowych osób fizycznych na rynku akcji za pomocą formuły matematycznej oraz identyfikacji czynników warunkujących opłacalność podejmowanych decyzji, niezwiązanych bezpośrednio z kwestią opodatkowania. W zakończeniu podsumowano wyniki przeprowadzonych badań.

2. Pojęcie tarczy podatkowej

Pojęcie tarczy podatkowej ma bardzo szeroką interpretację w literaturze i nie odnosi się tylko do przedsiębiorstw, ale również do inwestorów indywidualnych. Na gruncie literatury polskiej pojęcie tarczy podatkowej określane jest jako działanie polegające na obniżeniu podatku dochodowego, dzięki finansowaniu działalności za pomocą kapitału obcego (zewnętrznego) [Machała 2014, s. 289]. Tarcza podatkowa polega na zmniejszeniu kwoty podatku dochodowego dzięki zaliczeniu kosztów finansowych do kosztów uzyskania przychodu wydatków, takich jak: raty leasingowe, amortyzacja, odsetki od kredytu [<https://www.pwc.pl/pl/publikacje/assets/finansowanie-transakcji-raport-2015.pdf>]. Efektem tych działań jest zmniejszenie kosztów firmy o kwotę zaoszczędzonego podatku [Machała 2014, s. 268]. Warto nadmienić, iż pojęcie tarczy podatkowej używane jest w odniesieniu do finansów przedsiębiorstw i nie ma swojej definicji w odniesieniu do inwestycji indywidualnych dokonywanych przez osoby fizyczne.

W literaturze obcojęzycznej pojęcie tarczy podatkowej ma szerszą interpretację, obejmującą swym zakresem podmiotowym zarówno przedsiębiorstwa [Gao 2016, s. 2] jak i osoby fizyczne [<http://financialdictionary.thefreedictionary.com/Tax+shield>]. Według definicji S. Jamesa zawartej w słowniku podatkowym tarcza podatkowa (*tax shield*) polega na zmniejszeniu dochodu do opodatkowania osoby fizycznej lub spółki poprzez dokonanie dopuszczalnych potrąceń, takich jak odsetki od kredytu hipotecznego, koszty leczenia, darowizny i amortyzacja [James 2012]. Odliczenia te zmniejszają dochód do opodatkowania podatnika za dany rok lub pozwalają na odroczenie podatku dochodowego w kolejnych latach. Tarcze podatkowe obniżają ogólną kwotę podatków należnych od indywidualnego podatnika lub podmiotów gospodarczych [Fernandez 2006, s. 3]. Praktyka pokazuje jednak, iż wysokość stawki podatkowej nie jest jedyną determinantą warunkującą opłacalność transakcji. Dlatego też, podejmując decyzje inwestycyjne, należy wziąć pod uwagę ogół czynników ogólnoeconomicznych, nie tylko związanych bezpośrednio z kwestią opodatkowania procesu inwestycyjnego, i nie zawężać istoty tarczy podatkowej do podmiotów prowadzących pozarolniczą działalność gospodarczą czy też przedsiębiorstw. Warto również skupić się na problemach inwestorów indywidualnych, którzy dokonując decyzji inwestycyjnych, również mogą wykorzystać mechanizm działania tarczy podatkowej przy optymalizacji dochodu w celu maksymalizacji zysku.

3. Opodatkowanie dochodów kapitałowych z akcji osób fizycznych

Od 21 listopada 2001 r. [Ustawa z 21 listopada 2001] dochody kapitałowe osób fizycznych w Polsce zostały obciążone podatkiem dochodowym w wysokości 19% [Pogoński 2012, s. 26]. Podatek ten – popularnie zwany „podatkiem Belki” – objął inwestycje dokonane po 1 grudnia 2001 r., a pierwsze pobory nastąpiły cztery mie-

siące później [Dąbrowski 2008, s. 1]. Zgodnie z art. 30a Ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych [Ustawa z 26 lipca 1991] wyróżnia się opodatkowanie dochodów uzyskanych m.in. z:

- odsetek od pożyczek,
- odsetek i dyskonta od papierów wartościowych,
- odsetek z lokat bankowych,
- dywidend i przychodów wynikających z udziału w zyskach osób prawnych,
- udziału w funduszach kapitałowych.

Warto zwrócić uwagę, iż przychody z wymienionych źródeł nie są pomniejszane o koszty ich uzyskania. Odmienna sytuacja występuje w stosunku do przychodów wymienionych w art. 30b [Ustawa z 26 lipca 1991]. Zalicza się do nich:

- dochody z odpłatnego zbycia papierów wartościowych¹,
- dochody z odpłatnego zbycia instrumentów pochodnych,
- dochody z realizacji praw z nich wynikających.

W przypadku przychodów i dochodów kapitałowych wymienionych w art. 30a podatek pobierany jest przez płatnika, natomiast w odniesieniu do dochodów kapitałowych wymienionych w art. 30b, rozliczenie podatku będzie należało do podatnika [Panasiuk 2013, s. 20].

Podatek od zysków kapitałowych nie był pobierany od przychodów uzyskanych ze zbycia instrumentów wymienionych w art. 30b Ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych do końca 2003 r. Na mocy tej ustawy od 1 stycznia 2004 r. wszystkie transakcje, których źródłem są zyski kapitałowe, podlegają proporcjonalnemu opodatkowaniu w wysokości 19% [Ustawa z 26 lipca 1991]. Uwzględniając rzeczywistą formę rozliczenia, termin ten może być odmienny dla poszczególnych instrumentów². Aby uniknąć płacenia podatku z tytułu nabycia akcji, inwestorzy indywidualni powinni byli dokonać zakupu papierów wartościowych nie 31, lecz 24 grudnia 2003 r. Na inwestorach indywidualnych spoczywa obowiązek corocznego, samodzielnego rozliczania się oraz składania zeznania podatkowego przed organem podatkowym w postaci deklaracji PIT-38. Deklaracja ta zawiera całoroczne zestawienie zsumowanych przychodów oraz kosztów ich uzyskania, obrazując tym samym zyski lub straty inwestora indywidualnego. Domy maklerskie mają obowiązek przesłania swoim klientom PIT-8C z informacją o dochodzie i należnym podatku. Jeśli inwestor jest posiadaczem kilku rachunków inwestycyjnych, zobowiązany jest do zsumowania wszystkich przychodów i kosztów oraz samodzielnego rozliczenia zy-

¹ Warto doprecyzować pojęcie *odpłatnego zbycia*, pod którym kryje się również dochód z odkupienia (tzw. pokrycia – *cover buy*) papierów wartościowych z transakcji krótkiej sprzedaży.

² Zgodnie z ówczesną zasadą D + 3 (lub T + 3) dla akcji, obecnie D + 2 (T + 2) D + 2 (lub T + 2), dla obligacji, D + 0 (lub T + 0) dla praw pochodnych, wszelkie prawa związane z nabyciem akcji uzyskuje się po trzech dniach od zakupu oraz traci po trzech dniach od ich sprzedaży. Przychody z kontraktów terminowych powstają w dniu ich sprzedaży bądź wygaśnięcia [KDPW 2014].

sków i strat również na formularzu PIT-38 w danym roku podatkowym, uwzględniając wzajemną ich kompensację. Kompensacja ta pozwala na zastosowanie przez inwestora indywidualnego tarczy podatkowej. Ponadto można uwzględnić dodatkowe koszty pozwalające obniżyć podstawę opodatkowania, które stanowią ogólnoeconomiczne czynniki niezwiązane bezpośrednio z kwestią opodatkowania. Koszty te uwzględniane są przez domy maklerskie przy wystawianiu PIT-8C [<http://bossa.pl/oferta/gielda/pytania/podatek/#artid35717pos8>]. Można do nich zaliczyć bezpośrednio:

- prowizję maklerską,
- opłatę za założenie i prowadzenie rachunku,
- koszty transferu i deponowania papierów wartościowych.
- opłatę stałą za zarządzanie portfelem instrumentów finansowych oraz prowizję od nadwyżki wartości portfela instrumentów finansowych ponad benchmark,
- opłatę za dostęp do serwisów informacyjnych związanych z wydarzeniami na rynku kapitałowym, obejmującą również opłatę za dostęp do notowań instrumentów finansowych,
- opłatę związaną z transakcjami na rynku OTC i rynkach zagranicznych.

Do pozostałych czynników pozwalających obniżyć podstawę opodatkowania zalicza się również koszty poniesione przez inwestorów indywidualnych związane z:

- udziałem w szkoleniach giełdowych,
- zakupem podręczników i prasy specjalistycznej,
- dostępem do informacji i danych giełdowych,
- zakupem sprzętu komputerowego i oprogramowania,
- dostępem internetowym i telefonicznym do rachunku inwestycyjnego.

Wymienione wydatki nie zawsze jednak są uznawane przez urzędy skarbowe za koszty uzyskania przychodu [Głuchowski, Patyk 2007, s. 347]. Na bazie decyzji wydanej 11 grudnia 2015 r. przez dyrektora Izby Skarbowej w Poznaniu wydatki te nie mają bezpośredniego związku z uzyskanym przychodem z obrotu papierami wartościowymi, a służą jedynie podniesieniu ogólnego poziomu wiedzy inwestora, jednak nie uzyskaniu przychodu z konkretnej transakcji [Interpretacja Indywidualna... 2015]. Natomiast odmienna interpretacja Urzędu Skarbowego w Siedlcach z 13 czerwca 2005r. pozwoliła na zaliczenie wymienionych wydatków do kosztów uzyskania przychodu [Interpretacja indywidualna... 2005]. Praktyka pokazuje, iż stanowiska organów skarbowych wydających interpretacje mogą się znacznie od siebie różnić. Aby nie popełnić błędu w rozliczeniu, warto udać się po interpretację indywidualną do Urzędu Skarbowego, w którym inwestor będzie składał zeznanie, a w razie kontroli posiadać dowody poniesionych wydatków.

4. Ocena efektywności tarczy podatkowej opartej na metodzie realizacji strat papierowych oraz pozostałych czynników wpływających na opłacalność inwestycji na rynku akcji

Ryzyko inwestycji giełdowych powoduje, że w portfelu inwestora zwykle znajdują się papiery, które w danym momencie przynoszą stratę, choć strata ta jest jedynie papierowa – niezrealizowana. By znalazła ona odzwierciedlenie w rachunku podatkowym, trzeba ją zrealizować, co w praktyce oznacza sprzedaż (dla pozycji długich) lub odkupienie (dla pozycji krótkich) papierów wartościowych. „Tarcza podatkowa oparta o metodę realizacji strat papierowych polega na sprzedaniu i natychmiastowym odkupieniu papierów, których wycena jest niższa niż w momencie pierwotnego nabycia tych instrumentów” [Dąbrowski 2008, s. 14]. Zbycie (rozumiane jako zamknięcie pozycji) zaksięguje stratę, która obniży podstawę opodatkowania, a natychmiastowe nabycie (rozumiane jako otwarcie nowej pozycji) przywróci stan posiadania sprzed operacji, czyli w praktyce inwestor nie rezygnuje z danej inwestycji, a ilość posiadanych papierów wartościowych nie ulegnie zmianie w portfelu. Zabieg ten wykonuje się najczęściej pod koniec roku podatkowego, gdy można oszacować zyski i straty z innych, zamkniętych transakcji. Inwestor może dokonać rozliczenia straty z tego samego źródła w ciągu następnych 5 lat, ale nie więcej niż 50% straty w jednym roku [Rozliczanie straty... 2012]. Dodatkowo wymagane jest złożenie PIT-38 z informacją o osiągniętej stracie. Warto dodać, iż rozliczenie straty w kolejnych latach może nastąpić tylko wtedy, gdy inwestor dokona sprzedaży akcji i osiągnie dochód z inwestycji. W okresie dekonstrukcji lub kilkuletniej bessy (trwającej dłużej niż 5 lat) nie będzie możliwe rozliczenie strat z lat ubiegłych przez inwestora.

Aby dokonać oceny opłacalności stosowania metody realizacji strat papierowych oraz identyfikacji pozostałych czynników mających wpływ na podejmowanie decyzji inwestycyjnych niezwiązanych bezpośrednio z kwestiami opodatkowania, należałoby dokonać pewnych założeń teoretycznych oraz oszacować próg rentowności. Pozwoli to ocenić, czy tarcza podatkowa przyniesie zamierzony efekt, czy może koszty transakcyjne przewyższą korzyści z zastosowania tarczy. W procesie oceny efektywności tarczy podatkowej metodą realizacji strat papierowych należy wziąć pod uwagę następujące założenia.

1. Inwestor sprzedał akcje w bieżącym roku kalendarzowym z zyskiem.
2. Inwestor posiada w portfelu akcje, które generują stratę, ale są to straty papierowe, czyli niezaksięgowane, które pozwolą na zastosowanie tarczy podatkowej.
3. Inwestor musi dokonać sprzedaży i natychmiastowego odkupienia stratnych papierów wartościowych po tej samej cenie³.

³ W założeniach przyjęto, że prowizja maklerska zostanie pobrana raz. W rzeczywistości zostanie ona pobrana podwójnie, ale będzie stanowiła koszt uzyskania przychodu w kolejnym roku podatkowym. Dodatkowo założono, iż jej wysokości nie obejmie spreadu, tzn. inwestor dokona transakcji sam ze sobą. Aby jednak było to możliwe, rozpiętość cenowa w arkuszu zleceń pomiędzy ofertami

4. Wysokość podatku od zysku zaksięgowanego musi być mniejsza od wielkości prowizji maklerskiej lub jej równa, aby operacja tarczy podatkowej była opłacalna dla inwestora.

Wskazane powyżej założenia mogą posłużyć do oceny efektywności tarczy podatkowej przy pomocy następującej formuły:

$$WT \leq \frac{S \cdot T}{PM}, \quad (1)$$

gdzie: WT – wartość transakcji sprzedaży dla pozycji dłuższej, w celu zastosowania tarczy podatkowej, wyrażona iloczynem wolumenu pozycji stratnej oraz bieżącej ceny rynkowej; S – różnica między zaksięgowanym zyskiem a wielkością straty niezaksięgowanej pozycji wyrażona wartością bezwzględną różnicy ceny sprzedaży oraz ceny zakupu akcji; T – wysokość podatku od zysków kapitałowych (19%); PM – wartość prowizji maklerskiej.

Aby operacja tarczy podatkowej przyniosła korzyść dla inwestora, wartość transakcji mierzona iloczynem wolumenu pozycji stratnej i bieżącej ceny rynkowej musi być mniejsza lub co najmniej równa od ilorazu iloczynu straty papierowej wygenerowanej na pozycji stratnej i stawki podatku do wysokości prowizji maklerskiej.

W ocenie efektywności tarczy podatkowej, oprócz wysokości stawki podatku, która jest znana przez inwestora, trzema najistotniejszymi ogólnoeconomicznymi czynnikami, niezwiązanymi bezpośrednio z kwestią opodatkowania, a mającymi kluczowy wpływ na opłacalność transakcji są:

1. Wartość pozycji, na której została wygenerowana strata liczona w wielkościach nominalnych. Jeżeli wartość transakcji jest wysoka, a strata niewielka, stosowanie tarczy podatkowej nie będzie efektywne ze względu na wysokość kosztów transakcyjnych.

2. Wysokość straty papierowej. Jeżeli strata jest niewielka w stosunku do wartości pozycji, to koszty transakcyjne wynikające z zastosowania tarczy podatkowej mogą przewyższyć korzyści z niej wynikające, zakładając dodatkowo, że akcje wykazujące pod koniec roku rozliczeniowego straty wygenerują dochód w przyszłości.

3. Wysokość prowizji, która odgrywa kluczową rolę w podejmowaniu decyzji przez inwestora. Wraz ze wzrostem kosztów prowizji maleje opłacalność stosowania tarczy podatkowej. Im mniejsza wartość prowizji transakcyjnej, tym większa opłacalność stosowania tarczy podatkowej. Wysokość prowizji jest ustalana bezpośrednio przez domy maklerskie i uzależniona w głównej mierze od rodzaju rachunku

kupna i sprzedaży musi być większa niż 1 tick. W przypadku gdy spread na rynku jest równy 1 tickowi (zjawisko to dotyczy najpłynniejszych papierów), realizacja transakcji pozwalającej na zastosowanie tarczy podatkowej może być wykonana po różnych cenach, co obniży efektywność stosowania tarczy.

inwestora oraz sposobu składania zleceń. Inwestorzy składający zlecenia telefonicznie obciążeni są dużo większą prowizją (1% wartości transakcji) niż ci, którzy dokonują samodzielnego zakupu i sprzedaży papierów wartościowych (od 0,19 do 0,39% wartości transakcji). Gdy obroty na rachunku inwestora korzystającego z pomocy pracownika biura maklerskiego wzrastają, prowizja ulega obniżeniu. Opłaca się dokonywać transakcji nawet wtedy, gdy iloczyn wartości straty zaksięgowanej pozycji i transakcji będą sobie równe. Sytuacja taka pozwala oszacować wartościowy próg rentowności, który prezentuje formuła:

$$WT = \frac{S \cdot T}{PM} \quad (2)$$

Aby ocenić opłacalność stosowania tarczy podatkowej za pomocą przedstawionej formuły, warto posłużyć się przykładem.

Przykład 1

Inwestor zakupił w styczniu 100 akcji KGHM w cenie 90 zł oraz 100 akcji PKN ORLEN po 120 zł. W czerwcu sprzedał akcje KGHM po 100 zł za akcję, zyskując 1003,9 zł. Koszty prowizji wyniosły 0,39% wartości transakcji. W grudniu wartość akcji PKN ORLEN wyniosła 115 zł. Czy inwestorowi opłaca się stosować tarczę? W tabeli 1 przedstawiono wyniki obliczeń na podstawie wzoru (2).

Tabela 1. Wyniki obliczeń dla przykładu 1*

<i>S</i>	<i>T</i>	<i>S · T</i>	<i>PM</i>	<i>WT</i>	Próg rentowności
502	0,19	95	0,0039	11 500	24 358,97

*Wartości ułamkowe zostały zaokrąglone do liczb całkowitych.

Źródło: opracowanie własne.

Aby zastosowanie tarczy podatkowej przy wysokości straty 502 zł było opłacalne, wartość transakcji musi być mniejsza lub równa 24 358 zł. W podanym przykładzie wartość transakcji wyniesie 11 500 zł, co oznacza, że opłaca się zastosować tarczę podatkową. Ze wzoru (1):

$$11\,500 \leq 24\,358.$$

W przedstawionym przykładzie zastosowanie tarczy podatkowej opartej na metodzie realizacji strat papierowych jest zabiegiem opłacalnym z punktu widzenia inwestora indywidualnego. Koszty związane z transakcją sprzedaży stratnych papierów były mniejsze niż korzyści wynikające z zastosowania tarczy. Można stwierdzić, iż wraz ze wzrostem wielkości straty w portfelu inwestora indywidualnego przy stosunkowo niewielkiej wartości transakcji wzrasta efektywność stosowania tarczy podatkowej.

Przykład 2

Inwestor zakupił w styczniu 100 akcji KGHM w cenie 90 zł oraz 100 akcji PKN ORLEN po 300 zł. W czerwcu sprzedał akcje KGHM po 95 zł za akcję, zyskując 501,95 zł. Koszty prowizji wyniosły 0,39% wartości transakcji. W grudniu wartość akcji PKN ORLEN wyniosła 298 zł za akcję. Wysokość straty papierowej wyniosła 201 zł. Czy inwestorowi opłaca się stosować tarczę? W tabeli 2 przedstawiono wyniki obliczeń na podstawie wzoru (2).

Tabela 2. Wyniki obliczeń dla przykładu 2*

<i>S</i>	<i>T</i>	<i>S · T</i>	<i>PM</i>	<i>WT</i>	Próg rentowności
301	0,19	57	0,0039	29 800	14 615 zł

*Wartości ułamkowe zostały zaokrąglone do liczb całkowitych.

Źródło: opracowanie własne.

Aby zastosowanie tarczy podatkowej przy wysokości straty 201 zł było opłacalne, wartość transakcji musi być mniejsza lub równa 14 615 zł. W podanym przykładzie wartość transakcji wyniesie 29 800 zł, co oznacza, że nie spełnia równania i stosowanie tarczy podatkowej nie będzie opłacalne (wzór (1)):

$$29\,800\text{ zł} \leq 14\,615\text{ zł.}$$

Po dokonaniu oceny opłacalności stosowania tarczy podatkowej w przykładzie drugim okazuje się, że koszty związane z zastosowaniem tarczy podatkowej opartej na metodzie realizacji strat papierowych w przypadku wystąpienia wysokiej wartości transakcji oraz małej straty przekraczają korzyści z niej wynikające. Oznacza to, że stosowanie tarczy podatkowej jest nieefektywne w sytuacji, gdy wypracowany zysk i poniesiona strata papierowa są niewielkie.

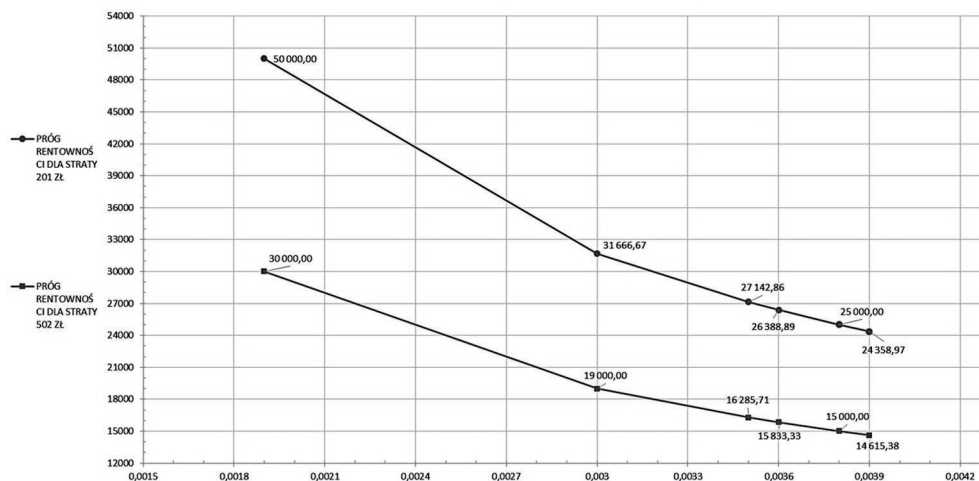
Niezwykle istotnym czynnikiem mającym wpływ na wysokość progu rentowności, a tym samym na opłacalność stosowania tarczy podatkowej ma wysokość prowizji maklerskiej. Tabela 3 prezentuje zależność wysokości progu rentowności od wysokości straty papierowej zaprezentowanej w przykładach oraz prowizji maklerskiej. Podane wartości prowizji maklerskich zostały opracowane na podstawie zestawienia bieżących ofert z 11 najlepszych biur maklerskich w Polsce. Okazuje się, że najlepszą ofertę do zaoferowania dla inwestora indywidualnego ma dom maklerski Deutsche Bank, gdzie wysokość prowizji wynosi zaledwie 0,19% wartości transakcji. Ponad dwukrotnie wyższa jest prowizja 0,39%, pobierana jest przez domy maklerskie mBank, BZ WBK oraz PKO.

Występująca w formule zależność pomiędzy zmiennymi (wielkością straty „papierowej”, prowizji maklerskiej, bieżącą wartością transakcji oraz progiem rentowności) zaprezentowanymi w tab. 3, została ukazana na rys. 1.

Tabela 3. Wysokość progu rentowności w odniesieniu do wysokości prowizji maklerskiej w 11 wybranych domach maklerskich w marcu 2017 roku

Kategoria	Bank										
	Deutsche Bank	ING	BGŻ BNP Paribas	Pekao	Alior Bank	BOŚ	Raiffeisen Brokers	Millennium	mBank	PKO	BZ WBK
Wysokość prowizji	0,0019	0,0030	0,0035	0,0036	0,0038	0,0038	0,0038	0,0038	0,0039	0,0039	0,0039
Próg rentowności dla straty 201 zł	50000	31666,67	27142,86	26388,89	25000	25000	25000	25000	24359	24359	24359
Próg rentowności dla straty 502 zł	30000	19000	16285,71	15833,33	15000	15000	15000	15000	14615,38	14615,38	

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 1. Zależność progu rentowności dla straty 201 zł i 502 zł od wysokości prowizji maklerskiej

Źródło: opracowanie własne.

Przedstawione zależności można interpretować następująco.

1. Wraz ze wzrostem wysokości prowizji maklerskiej próg rentowności maleje. Wraz ze spadkiem prowizji maklerskiej próg rentowności rośnie. Oznacza to, że wzrost prowizji wpływa niekorzystnie na opłacalność stosowania tarczy podatkowej oraz inwestycji, ponieważ w przypadku przekroczenia progu rentowności pochłonie ona zyski wynikające z przeprowadzenia operacji tarczy podatkowej.

2. Wraz ze wzrostem wartości straty papierowej i spadkiem prowizji opłacalność stosowania tarczy podatkowej rośnie, a wraz ze spadkiem straty papierowej i wzrostem prowizji spada. Tym samym, im większa strata i mniejsza prowizja, tym bardziej opłacalne staje się stosowanie tarczy podatkowej.

Przed założeniem rachunku inwestor powinien zaznajomić się z bieżącymi ofertami rynkowymi poszczególnych biur, gdyż mogą okazać się kluczowe w szacowaniu opłacalności przeprowadzanych transakcji.

5. Zakończenie

Technika planowania podatkowego wykorzystania ponoszonych strat jest najczęściej stosowaną metodą pozwalającą na obniżenie podstawy opodatkowania przez inwestorów indywidualnych. Praktyka pokazuje jednak, iż nie zawsze jest efektywna. Warunkiem koniecznym do posłużenia się ową tarczą podatkową jest posiadanie w portfelu stratnych papierów wartościowych. Jednakże, oprócz różnicy między ceną zakupu a ceną sprzedaży akcji, głównymi czynnikami niezwiązanymi bezpośrednio z kwestią opodatkowania, determinującymi podejmowanie decyzji przez inwestorów indywidualnych są bieżąca cena akcji oraz prowizja maklerska. Wysokość prowizji, która warunkuje konkurencję na rynku, zależy od rodzaju rachunku, jaki posiada inwestor indywidualny, oraz od domu maklerskiego. Bieżąca cena akcji oraz wysokość prowizji mogą mieć decydujący wpływ na stosowanie tarczy podatkowej. Przedstawiony w artykule model, uwypuklający znaczenie wszystkich czynników (bieżącej wartości transakcji, wielkości straty oraz wysokości prowizji), daje możliwość obliczenia progu rentowności, który pozwala oszacować, kiedy stosowanie tarczy podatkowej jest korzystne dla inwestora. Gdy koszty związane ze sprzedażą i odkupieniem stratnych papierów przewyższają korzyści płynące ze stosowania tarczy podatkowej, cały zabieg przestaje być efektywny. Należy zauważyć, że nawet gdy wysokość prowizji jest równa korzyściom wynikającym ze stosowania tarczy podatkowej, czasem warto jest dokonać sprzedaży i odkupienia akcji. Okazuje się, że niektóre domy maklerskie, bazując na wysokości obrotów oraz ilości wykonanych transakcji przez inwestora, są skłonne obniżyć prowizję, co przełoży się w przyszłości na wymierne korzyści finansowe. Tarcza podatkowa, wykorzystująca technikę realizacji ponoszonych strat do obniżenia podstawy opodatkowania, jest cennym narzędziem pozwalającym inwestorom na optymalizację dochodów, aczkolwiek stosowanie jej nie zawsze jest efektywne. Przed podjęciem decyzji o zawarciu transakcji, oprócz korzyści podatkowych, inwestor powinien zwrócić szczególną uwagę na opłacalność całego zabiegu, biorąc pod uwagę cenę rynkową, różnicę cen zakupu i sprzedaży akcji oraz prowizję, odgrywającą kluczową rolę w procesie.

Literatura

- Dąbrowski P., 2008, *Efektywność tarczy podatkowej i jej wpływ na portfel inwestora indywidualnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice.
- Famułska T., 1998, *Oddziaływanie systemu podatkowego na rynek finansowy*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice.

- Fernandez P., 2006, *The Correct Value of Tax Shields: An Analysis of 23 Theories*, IESE Business School, Universidad de Navarra, Madrid.
- Gao R., 2016, *An empirical study on the influence of non-debt tax shield on the choice of corporate debt levels based on the tax preference policy*, International Journal of Business and Social Science, vol. 7, no. 1, s. 201–212.
- Głuchowski P., Patyk J., 2007, *Zarys polskiego prawa podatkowego*, LexisNexis, Warszawa.
- Interpretacja Indywidualna Dyrektora Izby Skarbowej w Poznaniu z 11 grudnia 2015 r., ILPB2/4511-1-896/15-2/WM, <https://interpretacje-podatkowe.org/koszty-uzyskania-przychodow/ilpb2-4511-1-896-15-2-wm>.
- Interpretacja indywidualna Urzędu Skarbowego w Siedlcach z 13 czerwca 2005 r., 1426/PD/415-26A/05/AA, <https://www.podatki.biz/interpretacje/0036469.txt>.
- Jajuga K., 2007, *Zarządzanie ryzykiem*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- James S., 2012, *A Dictionary of Taxation, Second Edition*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham.
- KDPW, 2014, *Zmiana cyklu rozrachunkowego z $T+3$ na $T+2$* , Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, Warszawa, https://static.gpw.pl/pub/files/PDF/Broszura_T2_www_pl.pdf (10.02.2017).
- Machała R., 2014, *Zarządzanie finansami i wycena firmy*, Unimex, Wrocław.
- Panasiuk A., 2013, *Opodatkowanie dochodów kapitałowych osób fizycznych*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa.
- Pogoński M., 2012, *Podatek od zysków kapitałowych – giełda, odsetki, dywidendy, fundusze, IKE oraz inne przychody kapitałowe*, Oficyna Wydawnicza „UNIMEX”, Wrocław.
- Rozliczanie straty podatkowej*, 2012, [w:] *Zeznanie PIT za 2011 r. – ulgi i odliczenia*, Biuletyn Informacyjny dla Służb Ekonomiczno-Finansowych, nr 7, dodatek nr 9.
- Thiel S., 2010, *Rynek kapitałowy i terminowy*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa.
- Udział inwestorów w obrotach instrumentami finansowymi*, 2017, www.gpw.pl/pl-ri-centrum-informacji/105836/udzial-inwestorow-w-obrotach-instrumentami-finansowymi-na-gpw-i-polroczce-2017-r/?ph_main_01_start=show (16.02.2017).
- Ustawa z dnia 21 listopada 2001 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych oraz ustawy o zryczałtowanym podatku dochodowym od niektórych przychodów osiąganych przez osoby fizyczne, Dz.U. 2001 nr 134 poz. 1509.
- Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych, tekst jedn. Dz.U. 2016 poz. 2032 z późn. zm.

Źródła internetowe

- <http://bossa.pl/oferta/gielda/pytania/podatek/#artid35717pos8> (20.12.2017).
- <http://financialdictionary.thefreedictionary.com/Tax+shield> (10.02.2017).
- <https://www.pwc.pl/pl/publikacje/assets/finansowanie-transakcji-raport-2015.pdf> (10.02.2017).